



CARMIGNAC

Euro-Entrepreneurs

Rapport de Gestion au 31 mars 2012



L. Ducoin

Actif net global du Fonds

187 073 079,53 €

Valeur liquidative de Carmignac Euro-Entrepreneurs

181,57 €

Au cours du trimestre, **Carmignac Euro-Entrepreneurs** affiche une hausse de +11,38%, contre un indicateur de référence en progression de +12,55%. La préférence marquée des investisseurs pour les actifs risqués s'est traduite par une surperformance notable des sociétés de petite taille. L'indice Stoxx Small 200 des petites capitalisations affiche ainsi une progression de 12,55%, contre une hausse de seulement 10,38% pour l'indice Stoxx Europe 600.

Le trimestre a été traversé par deux périodes distinctes. En janvier, les marchés ont débuté l'année par une période de rotation sectorielle, avant que la hiérarchie des secteurs qui prévalait en 2011 ne revienne à l'honneur. Cette rotation sectorielle, durant laquelle les investisseurs ont privilégié les secteurs ayant le moins progressé en 2011, aura permis à des titres que nous jugeons de qualité moindre de surperformer le marché. Au mois de janvier, Carmignac Euro-Entrepreneurs a ainsi enregistré une performance nettement inférieure à celle de son indicateur (+3,51% contre +7,89%). Durant le restant du trimestre, les valeurs de qualité sont ensuite revenues en grâce, autorisant une réduction significative de la sous-performance relative du Fonds. A plus long terme, nous restons convaincus que ces titres créeront davantage de valeur que les autres sociétés du marché, pour peu qu'elles répondent à nos critères de sélection : croissance structurelle, équipe dirigeante de qualité, génération de free cash flow élevée et régulière, bilan solide.

Le secteur technologique a été le plus gros contributeur à la performance, principalement grâce à **Dialog Semiconductor**. Cette valeur allemande produit des circuits intégrés peu gourmands en énergie à destination de plusieurs secteurs industriels. Elle opère en particulier dans le domaine des téléphones portables et des tablettes, avec pour clients Apple et Samsung Electronics. Le Fonds a également bénéficié de la solide performance d'**Imtech**, société néerlandaise qui fournit des services techniques externalisés. Enfin, notons la belle appréciation de **Cove Energy** qui a profité d'une offre de rachat de Royal Dutch Shell, elle-même suivie d'une contre-offre du thaïlandais PTT. **Eutelsat Communications** fait en revanche partie des valeurs qui ont pénalisé le Fonds. Le titre s'est en effet replié après la mise sur le marché par Albertis d'environ la moitié de sa participation dans le groupe.

Nouvelles positions

Nous avons continué de multiplier ce trimestre les rencontres avec les dirigeants des sociétés de notre univers d'investissement, avec pour objectif d'identifier les entreprises exposées aux thématiques de croissance structurelles que nous privilégions : exposition aux pays émergents, au secteur de l'énergie, innovation en matière de produits ou de marketing. Nous avons ainsi initié de nouvelles positions. Parmi elles, mentionnons **Dufry**. Coté en Suisse, le groupe est numéro deux mondial du secteur de la distribution lié au transport de voyageurs, principalement au travers de réseaux de magasins en « duty free ». Il réalise près de la totalité de son chiffre d'affaires via un portefeuille de concessions à long terme auprès des autorités aéroportuaires. Dufry est ainsi exposé à la croissance structurelle du tourisme international et du trafic aérien. Nous estimons que Dufry est la société la plus innovante et la plus rentable de son secteur. Sa stratégie de croissance est axée sur les destinations touristiques des marchés émergents, la valeur étant par ailleurs cotée au Brésil. Le groupe est un acteur actif de la consolidation de son secteur, lequel demeure encore fragmenté. Dufry réalise aujourd'hui près de 60% de son chiffre d'affaires dans les pays émergents et dégage un cash flow opérationnel supérieur à 10% de son chiffre d'affaires.

Nous avons par ailleurs investi dans le groupe espagnol **Grifols**. Cette société, qui réalise près de 90% de son chiffre d'affaires à l'export, est spécialisée dans l'extraction des protéines du sang. Ce secteur, évalué à 14 milliards de dollars, est protégé par de fortes barrières à l'entrée. On estime en effet qu'il faudrait plus de dix ans à un nouvel entrant pour obtenir l'aval des autorités sanitaires. Il s'agit d'un secteur en croissance du fait du vieillissement de la population, mais également en raison de la découverte de nouvelles protéines

et de l'amélioration des techniques de diagnostics. Le résultat opérationnel de Grifols devrait progresser, non seulement grâce à la poursuite de sa croissance organique (7 à 8% par an), mais également en vertu des synergies liées à l'acquisition de Talecris, un des derniers acteurs indépendants de ce marché. Le britannique **Smith Group** fait également parti de nos récents investissements. Ce groupe, très concentré ces dernières années sur l'amélioration des marges, est l'un des derniers conglomérats britanniques cotés. Nous identifions dans plusieurs de ses divisions (Medical et Detection) des signaux précurseurs d'une accélération de la croissance qui sera essentiellement tirée par l'innovation produits.

Notons que l'introduction de ces nouvelles lignes a modifié l'allocation géographique du Fonds, entraînant une réduction de notre exposition aux Pays-Bas au profit du Royaume-Uni. Précisons que ce changement n'est pas lié à des considérations macro-économiques, mais constitue bien la résultante de notre sélection de valeurs. Notre écart de pondération par rapport à indicateur de référence de référence sur ces deux pays s'est d'ailleurs réduit et les groupes dans lesquels nous investissons sont avancés dans leur processus de globalisation.

Perspectives

Nous restons convaincus que l'Europe est entrée dans une phase de réduction de sa dette, cette situation ayant des implications négatives sur l'activité. Dans un tel contexte, les valeurs de croissance devraient surperformer car elles seront d'autant plus recherchées par les investisseurs. Nous nous attendons à ce que de tels titres bénéficient de la constitution d'une prime. Ce phénomène devrait tout particulièrement profiter à notre univers d'investissement. Pour les sociétés de petite taille, l'innovation a en effet un impact bien plus fort sur la croissance des résultats que pour les sociétés de grande taille. Aussi cette classe d'actifs est appelée à continuer de surperformer l'univers des sociétés à capitalisation plus large.

Parmi les meilleures progressions du trimestre, soulignons celles de :

Valeurs	Performance
Dialog Semiconductor , semi-conducteurs, Allemagne	+46%
EADS , aérospatial, Pays-Bas	+27%
Fuchs Petrolub , machines industrielles, Allemagne	+24%
Remy Cointreau , boissons, France	+23%
Eurocash , distribution alimentaire, Pologne	+23%

Évolution du Fonds depuis sa transformation

■ Carmignac Euro-Entrepreneurs

■ Stoxx 200 Small (hors div.)



Il est rappelé que les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures et qu'elles ne sont pas constantes dans le temps.

Performances cumulées (%)	Depuis le 30/12/2011	3 mois	6 mois	1 an	3 ans	5 ans	10 ans	Depuis sa transformation le 01/01/2003
Carmignac Euro-Entrepreneurs	11,38	11,38	17,84	2,33	63,47	-11,81	-	142,35
Stoxx 200 Small (Dividendes non réinvestis)	12,55	12,55	17,35	-7,33	80,84	-25,07	-	101,20
Moyenne de la Catégorie*	15,65	15,65	19,34	-4,09	93,40	-18,84	-	137,72
Classement (quartile)	4	4	3	1	4	2	-	2

* Actions Europe Petites Cap.

Il est rappelé que les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures et qu'elles ne sont pas constantes dans le temps.

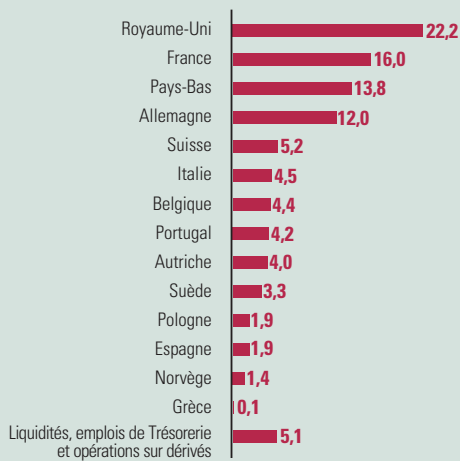
Contribution à la performance brute trimestrielle (%)

Portefeuille	Dérivés Actions & Taux	Dérivés Devises	Total
11,21	0,62	-0,04	11,80

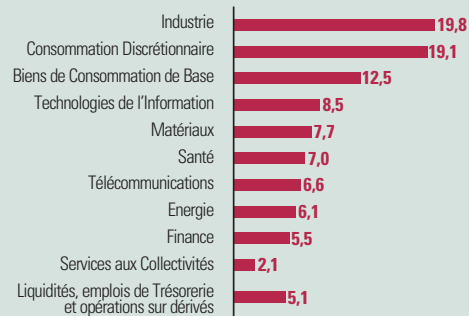
Statistiques (%)

	1 an	3 ans
Volatilité du Fonds	12,36	12,97
Volatilité de l'indicateur	20,11	20,28
Ratio de sharpe	0,12	1,33
Bêta	0,54	0,55
Alpha	0,49	0,43

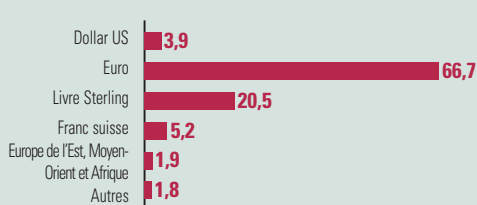
Répartition géographique (hors dérivés) (%)



Répartition sectorielle (hors dérivés) (%)



Exposition nette par devise du Fonds (%)



Portefeuille Carmignac Euro-Entrepreneurs au 31/03/2012

	Cours en devises	Valeur totale (€)	% actif net	
LIQUIDITÉS, EMPLOIS DE TRÉSORERIE ET OPÉRATIONS SUR DÉRIVÉS		9 448 185,06	5,05	
LIQUIDITÉS (DONT LIQUIDITÉS LIÉES AUX OPÉRATIONS DÉRIVÉES)		9 448 185,06	5,05	
ACTIONS UNION EUROPÉENNE		165 318 050,01	88,37	
Allemagne		22 476 236,37	12,01	
240 500 COMPUGROUP HOLDING	Technologies de l'Information	10,60	2 549 300,00	1,36
159 337 DIALOG SEMICONDUCTOR	Technologies de l'Information	18,32	2 918 257,16	1,56
212 314 FREINET	Télécommunications	12,13	2 575 368,82	1,38
87 579 FUCHS PETROLUB	Industrie	41,98	3 676 128,53	1,97
30 660 PFEIFFER VACUUM TECH	Industrie	85,10	2 609 196,66	1,39
265 304 RHOEN KLINIKUM	Santé	15,06	3 994 151,72	2,14
110 325 SOFTWARE	Technologies de l'Information	28,08	3 097 926,00	1,66
73 969 WIRECARD	Technologies de l'Information	14,28	1 055 907,48	0,56
Autriche		7 462 965,09	3,99	
64 252 ANDRITZ	Industrie	73,38	4 714 811,76	2,52
39 811 SCHOELLER-BLECKMANN	Industrie	69,03	2 748 153,33	1,47
Belgique		8 224 090,02	4,40	
72 577 D'IETIEN (D)	Consommation Discrétionnaire	34,88	2 531 122,88	1,35
181 397 GALAPAGOS	Santé	12,08	2 191 275,76	1,17
64 000 GIMV	Finance	38,25	2 448 000,00	1,31
42 266 THROMBOGENICS	Santé	24,93	1 053 691,38	0,56
Espagne		3 638 592,00	1,95	
227 412 GRIFOLS	Santé	16,00	3 638 592,00	1,95
France		29 935 273,86	16,00	
254 895 EDENRED	Consommation Discrétionnaire	22,56	5 750 431,20	3,07
7 161 EUROFINS SCIENTIFIC	Santé	81,80	585 769,80	0,31
161 505 EUTELSAT COMMUNICATIONS	Consommation Discrétionnaire	27,72	4 476 918,60	2,39
55 961 ILIAD	Télécommunications	103,30	5 780 771,30	3,09
45 539 IMERYS	Matériaux	45,59	2 076 123,01	1,11
54 050 IPSOS	Consommation Discrétionnaire	26,89	1 453 134,25	0,78
877 292 MAUREL PROM NIGERIA	Energie	2,07	1 815 994,44	0,97
98 869 NEXITY	Consommation Discrétionnaire	23,72	2 345 172,68	1,25
46 009 REMY COINTREAU	Biens de Consommation de Base	76,20	3 505 885,80	1,87
48 924 RUBIS	Services aux Collectivités	43,85	2 145 072,78	1,15
Grèce		98 015,24	0,05	
185 284 ELEKTRONIKI ATHENS	Consommation Discrétionnaire	0,53	98 015,24	0,05
Italie		8 571 967,76	4,58	
800 019 DAVIDE CAMPARI	Consommation Discrétionnaire	5,11	4 084 097,00	2,18
2 036 239 PIAGGIO & C	Consommation Discrétionnaire	2,20	4 487 870,76	2,40
Pays-Bas		25 727 512,86	13,75	
14 542 CORE LABORATORIES	Energie	131,57	1 436 728,20	0,77
111 100 EADS	Industrie	30,71	3 411 325,50	1,82
174 961 IMTECH NV	Industrie	23,97	4 193 815,17	2,24
154 730 KONINKLIJKE VOPAK	Industrie	43,20	6 683 562,35	3,57
146 000 MEDIQ	Santé	11,79	1 721 340,00	0,92
74 392 NUTRECO NV	Biens de Consommation de Base	53,92	4 011 216,64	2,14
196 300 UNIT 4 AGRESSO	Technologies de l'Information	21,75	4 269 525,00	2,28
Pologne		3 615 062,72	1,93	
428 984 EUROCASH SA	Biens de Consommation de Base	35,00	3 615 062,72	1,93
Portugal		7 840 428,38	4,19	
513 285 JERONIMO MARTINS	Biens de Consommation de Base	15,28	7 840 428,38	4,19
Royaume-Uni		41 497 428,85	22,18	
1 000 000 AMLIN	Finance	3,30	3 957 046,01	2,12
449 619 ASHMORE GRP	Finance	3,68	1 982 542,24	1,06
150 877 ASSOCIATED BRITISH FOOD PLC	Biens de Consommation de Base	12,20	2 208 530,09	1,18
5 475 000 CELADON MINING	Matériaux	0,28	1 806 497,09	0,97
1 085 982 COVE ENERGY	Energie	2,15	2 794 926,38	1,49
226 923 CRODA INTERNATIONAL	Matériaux	21,06	5 733 995,30	3,07
299 412 EROS INTL	Consommation Discrétionnaire	2,45	880 148,06	0,47
722 469 HOMESERVE	Industrie	2,34	2 024 074,77	1,08
399 239 ICAP	Finance	3,93	1 881 589,53	1,01
379 691 INTERNATIONAL POWER PLC	Services aux Collectivités	4,05	1 845 039,95	0,99
546 000 MARULA MINES LTD	Matériaux	0,65	266 501,46	0,14
680 441 ROCKHOPPER EXPLORATION PLC	Energie	3,29	2 683 963,99	1,43
80 468 SIGNET JEWELERS LTD	Consommation Discrétionnaire	47,28	2 856 894,98	1,53
287 509 SMITHS GRP	Industrie	10,52	3 629 005,56	1,94
96 716 SPECTRIS	Technologies de l'Information	18,03	2 092 254,46	1,12
126 259 VICTREX	Matériaux	13,50	2 045 109,48	1,09
126 975 WHITBREAD	Consommation Discrétionnaire	18,44	2 809 309,50	1,50
Suède		6 230 476,86	3,33	
47 182 MILLICOM INT'L CELLULAR	Télécommunications	750,00	4 004 696,56	2,14
74 668 SWEDISH MATCH	Biens de Consommation de Base	263,40	2 225 780,30	1,19
ACTIONS HORS UNION EUROPÉENNE		12 306 844,46	6,58	
Norvège		2 642 619,24	1,41	
92 250 GOLAR LNG	Energie	217,60	2 642 619,24	1,41
Suisse		9 664 225,22	5,17	
40 632 DUFFRY GRP	Consommation Discrétionnaire	118,00	3 983 363,93	2,13
20 839 GEBERIT	Industrie	188,90	3 270 458,27	1,75
9 296 SYNGENTA	Matériaux	312,10	2 410 403,02	1,29
VALEUR DU PORTEFEUILLE		177 624 894,47	94,95	
ACTIF NET		187 073 079,53	100,00	